

天健集团(000090)
强烈推荐
行业：房地产开发

改革先锋，激励护航，转型大有可为

作为深圳国资企业改革的先锋，公司积极推进自上而下的深度变革，引入员工持股作激励，欲将平台做大以整合更多优质资源，同时转型升级现有业务。资源为疆，改革升级塑王，小而优的天健在政策红利和转型升级中得到重生，为长期估值提升创造条件。

投资要点：

- ✧ **深圳国企改革先锋，后续国资资源注入预期强烈。**作为小而优的老牌资深国企，近期系列动作，如增发增强国资控制权、批准员工持股、收购粤通公司等表明其深受深圳国资器重，有望成为深国资整合平台之一。国企改革风口，公司正推动上至体制下及项目的改革，打破旧国企“按部就班”风险防控为主的发展思路，为转型升级体制和人力打基础。
- ✧ **定增完成，腾飞将启。**本次向特增发行3.03亿股，募资22亿元，12亿投向天健科技大厦项目，剩下的补充流动资金。认购方包括深圳远致投资（深圳国资委下属企业，认购10亿）、天健如意（163名核心员工持股计划，认购3亿）和硅谷天堂、高新投等战略投资者。天健科技大厦位于深圳南山“大沙河创新走廊”侨城北产业辐射带核心区域，将打造一个智能化绿色总部基地，项目区位优势突出，经济价值好，预计投入使用后年均税后利润2.3亿（超过14年公司净利润的50%），募资投入加速项目改造进程，利于公司向新兴产业运营服务平台延伸。
- ✧ **由“基建+地产开发”转向“运营+服务”，增量服务打开成长空间。传统产业升级：**由建筑施工转向城市运营，做PPP模式的投资、运营服务，由项目驱动变为投资驱动；由地产开发升级为园区项目运营，与产业相融合，打造特色产业园区延长土地开发的周期和可持续性。**培育新兴产业：**产业股权投资或为未来主业之一，本次定增引入高新投、硅谷天堂、红土创新基金等战略投资者，公司将有望分享他们的资源加速自身转型升级。
- ✧ **资源为王，发展提速。**公司现有项目（含储备项目）可售权益未结建面超200万方，货值近500亿元，足以保证5年高增长开发；在建工程60项，合同金额108亿元，通过收购粤通、与中交合作打开地下管廊建设、地铁物业和填海等百亿级工程空间。公司旧改资源丰富，仅天健工业区改造可为公司贡献超30亿净利润。产业园区亦有基础，天健科技大厦定位科技产业运营、龙岗项目纳入汽车产业园、通过受让漕河泾奉贤科技公司股权介入上海产业园区开发，延伸服务平台。
- ✧ **率先施行员工持股激励，天时地利再添人和。**在深圳市国企中率先推行以管理层及骨干持股为核心的激励机制，提升员工奋斗激情，政府对公司寄以厚望，**公司也欲做大做强由原来的生态经营平台升级打造成城市级平台**，以承接更多资源。
- ✧ **深圳是本轮深化国企改革的排头兵，而天健是深圳国资改革先锋，发展目标正逐一兑现；机遇总是留给有准备的人，公司上下在原有业务基础上创造条件做大做强，呈现深国资之巨头之气象。“十三五”将是公司战略转型升级之五年，新的发展模式打破成长瓶颈，长期估值提升可期。**增发后RNAV14.85元/股，15-17年EPS0.57、0.67、0.81，**对应当前股价PE31/26/22倍。**短期受增发摊薄股价承压，但投资价值不可低估，**6个月目标价22元(16年33倍PE)**，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，建议逢低吸纳。
- ✧ **风险提示：**国资国企改革不及预期，公司转型进度不及预期。

作者
署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6-12个月目标价： 22
当前股价： 17.80
评级调整： 首次
基本资料

总股本(百万股)	856
流通股本(百万股)	553
总市值(亿元)	152
流通市值(亿元)	98
成交量(百万股)	4.77
成交额(百万元)	85.34

股价表现

相关报告
主要财务指标

请务必阅读正文之后的免责条款部分

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5299	6342	7580	9284
收入同比(%)	17%	20%	20%	22%
归属母公司净利润	421	488	577	697
净利润同比(%)	11%	16%	18%	21%
毛利率(%)	20.1%	22.4%	22.9%	23.0%
ROE(%)	11.4%	11.2%	12.1%	13.2%
每股收益(元)	0.49	0.57	0.67	0.81
P/E	36.13	31.20	26.38	21.85
P/B	4.13	3.50	3.20	2.88
EV/EBITDA	19	18	15	14

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	8444	10057	11818	14550
现金	2135	2537	3032	3714
应收账款	391	468	559	685
其它应收款	226	271	324	397
预付账款	310	455	484	627
存货	5303	6323	7415	9124
其他	79	3	3	4
非流动资产	2584	2512	2441	2439
长期投资	0	0	0	0
固定资产	191	121	52	52
无形资产	111	111	111	111
其他	2281	2280	2278	2276
资产总计	11027	12569	14258	16988
流动负债	6260	6677	7738	9543
短期借款	1540	1954	2286	3180
应付账款	1211	1409	1673	2045
其他	3509	3315	3779	4318
非流动负债	1071	1532	1753	2153
长期借款	632	1132	1532	1932
其他	438	399	221	220
负债合计	7331	8209	9492	11696
少数股东权益	10	10	10	10
股本	553	856	856	856
资本公积	751	751	751	751
留存收益	1718	2744	3150	3676
归属母公司股东权益	3687	4351	4757	5283
负债和股东权益	11027	12569	14258	16988

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	351	-318	-4	-554
净利润	422	488	577	697
折旧摊销	88	73	73	4
财务费用	64	44	78	51
投资损失	-152	-180	-200	-168
营运资金变动	-95	-744	-539	-1144
其它	24	1	6	6
投资活动现金流	90	174	196	164
资本支出	63	0	0	0
长期投资	-2	0	0	0
其他	151	174	196	164
筹资活动现金流	-150	546	304	1072
短期借款	-240	414	333	894
长期借款	359	500	400	400
普通股增加	0	303	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-269	-671	-429	-222
现金净增加额	292	402	495	682

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	5299	6342	7580	9284
营业成本	4233	4923	5845	7148
营业税金及附加	356	634	758	928
营业费用	79	100	125	146
管理费用	143	171	204	250
财务费用	64	44	78	51
资产减值损失	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	152	180	200	168
营业利润	561	651	770	929
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	564	651	770	929
所得税	143	163	192	232
净利润	422	488	577	697
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	421	488	577	697
EBITDA	713	767	921	984
EPS (元)	0.76	0.57	0.67	0.81
主要财务比率				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	17.4%	19.7%	19.5%	22.5%
营业利润	20.9%	15.9%	18.3%	20.7%
归属于母公司净利润	11.4%	15.8%	18.3%	20.7%
获利能力				
毛利率	20.1%	22.4%	22.9%	23.0%
净利率	8.0%	7.7%	7.6%	7.5%
ROE	11.4%	11.2%	12.1%	13.2%
ROIC	19.0%	16.7%	17.7%	15.6%
偿债能力				
资产负债率	66.5%	65.3%	66.6%	68.8%
净负债比率	36.46%	37.59%	40.23%	43.71%
流动比率	1.35	1.51	1.53	1.52
速动比率	0.50	0.56	0.57	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.54	0.57	0.59
应收账款周转率	14	15	15	15
应付账款周转率	3.94	3.76	3.79	3.85
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.57	0.67	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	-0.37	-0.01	-0.65
每股净资产(最新摊薄)	4.31	5.09	5.56	6.17
估值比率				
P/E	36.13	31.20	26.38	21.85
P/B	4.13	3.50	3.20	2.88
EV/EBITDA	19	18	15	14

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券房地产行业首席分析师,工商管理硕士,19 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海建设、金融街、北京城建、首开股份、世茂股份、世联地产、中航地产、荣盛发展、中南建设、中国国贸、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、冠城大通等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434